

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学 号: 200115003

UDC \_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

# 上市公司增发动因及后续经营业绩研究

A Study on Motivation and Subsequent Operating  
Performance of Seasoned Equity Offerings in China

张 坤 英

指导教师姓名: 翁 君 奕 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 企业管理 (理财学)

论文提交日期: 2 0 0 4 年 5 月

论文答辩时间: 2 0 0 4 年 6 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2 0 0 4 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2 0 0 4 年 5 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

2004 年 5 月 1 日

## 内 容 摘 要

本文在评述新股增发（Seasoned Equity Offerings，简称增发）业绩表现的相关理论解释和经营业绩变动影响因素及增发动因的基础上，以沪深两市1998年至2002年间增发A股的上市公司为样本，并选取同行业且资产、业绩相近的公司为匹配公司，研究这些公司在增发前后的经营业绩表现。研究结果表明，除1998年实施增发的公司以外，其它年度增发的公司实施增发后的经营业绩从增发当年起就持续滑落。文章尝试使用国外学术界两个主流理论：信息不对称和自由现金流假说来解释这一现象。实证研究的结果支持自由现金流假说关于上市公司实施增发后经营业绩持续滑落的理论解释。此外，文章还对我国上市公司增发决策的影响因素进行分析，研究结果表明，自由现金流较高、流通股比例较小和公司规模较小的公司更倾向于增发。

本文共分为五章。第一章简要地回顾了国内外关于增发的经营业绩和增发动机的研究情况；第二章介绍中国A股市场的增发概况；第三章为研究设计，涉及增发及其匹配样本的选择、增发后经营业绩变动的影响因素和增发决策的决定因素的回归设计；第四章利用中国上市公司的股票交易数据和财务数据，采用第三章研究设计的模型和方法对所要研究的增发的相关问题进行实证检验；第五章总结本文的研究结果，并提出本研究的局限性和改进意见。

**关键词：**增发；信息不对称；自由现金流

## Abstract

This dissertation investigates the listed companies' operating performance around seasoned equity offerings (SEO) with the sample of companies that conduct SEO between 1998 and 2002. The analysis reveals that SEO companies have post-issue declines in operating performance compared to control groups matched on industry, firm size and operating performance. There are two theories to explain the phenomenon: Asymmetric Information Theory and Free Cash Flow Hypothesis. The findings of the dissertation are consistent with Free Cash Flow Hypothesis. Besides, the dissertation also examines the determinants of the SEO decision and finds that companies with higher free cash flow, lower ratio of outstanding shares and smaller size have a greater tendency to issue equity.

The dissertation includes five chapters as follows:

Chapter 1 reviews the literature on the motivation and post-issue operating performance of companies that conduct SEO.

Chapter 2 introduces the system of SEO in Chinese stock market.

Chapter 3 discusses research methodology used in this dissertation, including the research sample, the criterion designed to select matching sample, and the method and model to test the determinants of operation performance after SEO and the decision of SEO.

Chapter 4 describes the results of empirical study.

Chapter 5 summarizes the preceding theoretic analysis and empirical study and points out some limitations.

**Key Words:** Seasoned Equity Offerings;Asymmetric Information;Free Cash Flow.

## Contents

<b>Preface</b> .....	<b>1</b>
<b>Chapter 1 Literature Review</b> .....	<b>3</b>
1. Operating Performance of SEO Companies .....	3
2. The Motivation of SEO .....	14
<b>Chapter 2 Research Background</b> .....	<b>17</b>
1. Research Motivation .....	17
2. Review of the history of SEO in China .....	18
3. The Procedure of SEO in China .....	20
<b>Chapter 3 Research Design</b> .....	<b>22</b>
1. Sample .....	22
2. Matching Sample .....	24
3. Regression Analysis .....	25
<b>Chapter 4 Research Results</b> .....	<b>31</b>
<b>Chapter 5 Summary</b> .....	<b>43</b>
1. Conclusions .....	43
2. Limitation and Suggestion .....	45
<b>References</b> .....	<b>47</b>
<b>Postscript</b> .....	<b>50</b>

目 录

前 言 .....	1
第一章 文献回顾 .....	3
一、    增发的经营业绩表现 .....	3
二、    增发动因分析 .....	14
第二章 研究背景 .....	17
一、    研究动机 .....	17
二、    增发的历史回顾 .....	18
三、    增发程序 .....	20
第三章 研究设计 .....	22
一、    样本选取 .....	22
二、    样本匹配 .....	24
三、    回归分析 .....	25
第四章 研究结果 .....	31
第五章 总 结 .....	43
一、    本文结论 .....	43
二、    局限性和改进方向 .....	45
主要参考文献 .....	47
后 记 .....	50

## 前 言

上市公司通过首次公开发行（Initial Public Offerings, IPO）融资后其持续融资方式不断创新，配股（Right Offerings）融资、增发新股融资、可转债融资等已经成为上市公司再融资的主要方式，<sup>①</sup>其中增发新股作为一种新的融资方式在近年来普遍受到上市公司的青睐。国外实践表明，上市公司再融资的方式也经历了从配股融资到增发融资的过程。<sup>②</sup>如美国，从1935年到1955年，上市公司主要采取比例配售方式进行再融资，但从1963年到1981年，采取比例配售方式融资的次数明显下降（1980年和1981年分别仅有5家和3家公司实行比例配售），与此同时，增发新股逐渐成为再融资的主要方式。

多年来配股几乎是我国A股市场上市公司在资本市场上唯一的股权融资手段。直到1998年6月，龙头股份等纺织类股票正式试点增发新股融资方式，打破了中国上市公司融资方式的单一格局。在2000年4月30日证监会发布《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》后，许多上市公司纷纷“弃配改增”，增发数量迅速增加。截至2002年12月31日，共有79家公司实施增发。增发作为一种新的融资方式在我国上市公司再融资格局中已经居于比较重要的地位。对这些上市公司实施增发的动机、增发对各类股东利益的影响以及增发公告时股票市场的价格反应、增发后公司的经营业绩表现等问题的研究，对认识我国上市公司的行为动机，了解A股市场的运行机制和投资者行为等有着重要的学术意义和现实意义。

国外大量的实证研究文献表明上市公司公告增发常常会出现公司股票价格下跌的现象（这种现象即为所谓的“公告效应”），且公司在增发后

---

<sup>①</sup>一般认为，配股主要是向原股东配售股票；增发是向全体社会公众投资者出售股票。

<sup>②</sup>见胡乃武，阎衍，张海峰：“增发融资的股价效应与市场前景”，《金融研究》，2002年第5期，P32-38。

的经营业绩将持续下降。由于我国增发新股的历史较短，仅仅只有六年多的时间，相关的制度还未完善。国内的学者们对中国上市公司增发新股的研究多数偏重于对增发制度完善的探讨，如李康（2002），谢百三（2001）等，关于上市公司增发的实证研究比较少。在实证研究中则又偏重于对公司增发时“公告效应”的研究，而对上市公司增发的动因及增发的经营业绩表现的实证研究甚少。那么，究竟有哪些因素影响我国的上市公司做出增发决策，从而引起增发热潮？我国上市公司增发新股后的经营业绩表现是否也存在如国外那样滑落的现象？如果存在，我国上市公司的经营业绩滑落呈现何种特征？在理论上应如何解释这些公司增发后经营业绩下降的现象？本文使用我国上市公司的年度财务数据实证检验以上的几个问题，以考察我国上市公司在增发前后的经营业绩变动趋势及其特点，并试图分析导致此种现象的成因，透视增发公司在增发过程中的各种动机。



## 第一章 文献回顾

国内外学者对上市公司增发这一融资方式大致有两大方面的研究。一方面，增发会对上市公司的二级市场股价造成显著的影响。国内外大量的实证研究结果表明，上市公司在增发公告期常常会出现股价下跌，且在此后数年里增发公司的股价表现不佳。另一方面是对上市公司增发前后的经营业绩的研究。很多已有的研究发现，上市公司在增发之前的经营业绩呈上升趋势，且在增发当年达到最高，但在增发之后业绩显著下降。国外学者分别使用信息不对称理论、自由现金流假说等理论来解释这一业绩下滑的现象。本文侧重于对增发的经营业绩表现的研究。

### 一、增发的经营业绩表现

#### （一）增发前后的经营业绩表现

从各国证券市场的发展经验来看，增发是上市公司在资本市场上主要的股权融资手段。增发的目的应是为了促进企业的生产经营，提高企业的盈利水平。但是，国外的大量研究文献表明，上市公司在增发前的经营业绩普遍上升，但在增发之后经营业绩持续下降。

Hansen 和 Crutchley（1990）使用 NYSE 的 1975 年至 1982 年 109 家实施增发的上市公司为样本，以资产报酬率为盈利衡量指标来研究增发前后的经营业绩表现。<sup>①</sup>他们的研究表明，上市公司在增发后盈利显著下降。但 Healy 和 Palepu（1990）以 AMEX 和 NYSE 中 1966 年至 1981 年的 93 家工业企业为增发样本分析了增发前后公司风险、财务杠杆、盈利水平及分析家盈利预

---

<sup>①</sup> Hansen 和 Crutchley（1990）将资产报酬率定义为增发前一年的税前息前利润除以同期资产账面值。

测的变化。他们没有发现上市公司增发后的盈利水平下降。

McLaughlin, Safieddine 和 Vasudevan (1996) 以 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 交易所 1980 年至 1991 年的 1296 家实施增发的上市公司为样本, 考察上市公司增发前后三年的业绩表现。他们使用的业绩衡量指标为税前经营现金流。<sup>①</sup>他们研究发现, 上市公司增发前业绩上升, 业绩表现好于行业平均水平; 增发后业绩急剧下降且显著地低于行业平均水平。如增发前三年业绩的中位数(均值)为 14.5% (13.7%), 增发前一年上升为 15% (14.4%), 而增发后三年的业绩下降到 11.5% (10.4%)。McLaughlin, Safieddine 和 Vasudevan (1998) 扩大研究的样本量及业绩考察的时间跨度, 得出与上类似的结论。

Loughran 和 Ritter (1997) 使用 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 交易所 1979 年至 1989 年的 1338 个实施增发的上市公司, 考察了多个经营业绩会计指标: 经营收入 OIBD/总资产 (OIBD=折旧、摊销、税前经营收入+利息收入)、利润率(包括非常规项目的净收润/销售收入)、总资产利润率(净利润/总资产)、经营收入 OIBD/销售收入、(资本支出+研发费用)/总资产和资产的市值账面值比在增发前后 4 年的变动情况。他们得出, 实施增发的上市公司在增发前业绩上升, 在增发后业绩下降。如, 利润率在增发前四年为 4.0%, 在增发当年上升为 5.4%, 但在增发后四年降为 2.5%; 总资产利润率也呈类似的趋势, 增发前四年为 5.8%, 增发当年为 6.3%, 而增发后四年降为 3.2%; 经营收入/总资产增发当年为 15.8%, 在增发四年后下降到 12.1%。此外, Teoh, Welch 和 Wong (1997) 和 Rangan (1998) 的研究也发现了与上类似的现象。

以上学者尽管使用不同的样本, 采用不同的业绩衡量指标及不同的样本

<sup>①</sup> McLaughlin, Safieddine 和 Vasudevan 定义的税前经营现金流为净销售收入减去销售成本减去销售与管理费用再加上折旧和摊销。见于 McLaughlin, Safieddine 和 Vasudevan: “增发公司的经营业绩: 自由现金流及增发后的业绩”, 《财务管理》, 1996 年, 第二十五卷, 第四期, 第 44 页。

匹配比较方法，但他们的大多数研究表明，实施增发的上市公司在增发前的业绩上扬并在增发前一年的业绩达到最高，但增发后三五年时间内公司的业绩将持续滑落。对于中国 A 股股票市场增发的经营业绩表现的实证研究不多，只在谭峻、吴林祥的“新股增发效应的实证分析”中有较为具体的研究。他们通过考察每股收益、净资产收益率、每股净资产、资产负债率等比率指标和净利润、主营业务收入的规模指标的变化情况分析中国上市公司增发后的经营业绩表现。实证研究结果表明，“新股增发并不能使上市公司提升业绩，有些上市公司的业绩在公司实施增发后反而有大幅度的下降”。<sup>①</sup>

## （二）关于增发前后业绩表现的理论解释

国外的大量研究发现增发公司在增发前后的经营业绩变化趋势相似，即在增发之前公司的经营业绩上扬，在增发之后公司的经营业绩滑落。公司的经营业绩以发行当年为分界线呈倒 V 形。关于这个现象的理论解释，国外学者们提出的理论解释主要有：信息不对称理论和自由现金流假说。<sup>②</sup>

### 1、信息不对称理论（Asymmetric Information Theory）

Akerlof（1970）首次将信息不对称理论引入经济学。而随着信息不对称的引入，财务界许多学者开始研究基于信息不对称模型的资本结构理论。财务学中的信息不对称理论假设公司的管理层或称为内部者（Insiders）拥有私有信息，这些私有信息包括有关公司的价值和投资机会的特征，而市场

<sup>①</sup> 见谭峻、吴林祥：“新股增发效应实证分析（摘要）”，《中国证券市场前沿理论问题研究》，深圳证券交易所综合研究所研究成果发表专辑第二辑，第 4 页。

<sup>②</sup> 盈余管理假说是对增发前后业绩表现的另一个主要的理论解释。所谓盈余管理是指公司管理者为了公司价值最大化，迫于相关利益集团对其达到盈利预期的压力，在公认会计原则的约束下选择最有利的会计政策或控制应计项目，使报告盈余达到期望水准。盈余管理假说认为大多数公司都在有意通过盈余管理以使投资者对上市公司产生一种过度乐观的估计。盈余管理假说最开始是用来解释 IPO 的业绩表现。Teoh, Welch 和 Wong(1998)、Rangan(1998)发现了增发公司的经营业绩表现也存在盈余操纵的现象。因本文不拟验证该假说，故在本文中对盈余管理假说也不做详细介绍。

投资者或称为外部者（Outsiders）对这些信息不了解或者说只了解大概的情况。按照 Harris 和 Raviv（1991）的分类，基于信息不对称的资本结构研究主要有两大派：一派是以 Leland 和 Pyle（1977）以及 Ross（1977）为代表，他们的主要观点是公司对资本结构的选择是内部者将自己拥有的私有信息向外部者传递的过程；另一派是以 Myers（1984）以及 Myers 和 Majluf（1984）为代表，他们的主要观点是公司设计资本结构的目的是减缓由信息不对称而引起的投资决策无效率。

Leland 和 Pyle 最早把信息不对称理论引入资本结构研究，用于解释企业融资活动中的信息不对称现象。Leland 和 Pyle 强调，在这种不对称信息的情况下，为了使投资项目的融资能够顺利地进行，借贷双方就必须通过信号的传递来交流信息，比如掌握了内幕消息的企业家本身也对申请融资的项目进行投资，以此来向贷方传递出一个信号，即让投资者觉得项目本身包含有“好的消息”，这样贷方将会根据信号做出新的价值判断。“Leland 和 Pyle 进一步认为，在给定投资收益率时，企业最优负债水平点本身就是反映投资风险大小的一种信号。”<sup>①</sup>

Ross 在 1977 年《贝尔经济学刊》第八卷第一期的“财务结构的确定、激励和信号方法”一文中，认为管理层实际上拥有关于企业的“内部消息”。Ross 明确地说“管理者本身是内部者，也可以看作是内部消息的处理者”。由于管理者的报酬是直接取决于企业的价值，所以，管理者会根据情况选择不同的“管理动机日程表”，如通过负债增加企业的收益或提高金融市场对企业证券的定价。

公司在资本市场进行权益融资时，也面临着信息不对称问题。只有公司的管理层清楚公司当前的价值和他們所拥有投资机会（Investment Opportunity）的价值，而市场投资者对这些信息不了解。那些只有低价值投

<sup>①</sup> 转引自沈艺峰：《资本结构理论史》，经济科学出版社 1999 年版，第 177 页。

资机会的公司可以仿效那些拥有高价值投资机会的公司进行权益融资，市场混合均衡（Pooling Equilibrium）的结果是前者的权益价值被市场高估，而后的权益价值被市场低估，由此使得后者可能会面临投资不足（Under-Invest）的问题，即当公司的权益价值被市场低估，公司会放弃那些 NPV（净现值）为正的项目。混合均衡的另外一个结果是，当公司宣布权益融资消息时会伴随公司股价的下跌，因为这是向市场投资者传递不利消息。Myers 和 Majluf（1984）认为避免投资不足问题的方法是发行一种低风险的证券（如债券），也有学者称之为信息敏感度（Information-Incentive）较低的证券，因为市场对这类证券的定价失误的可能性较小。如果公司可以发行无风险债券，则市场上就不存在定价失误这一说，公司就可避免投资不足的问题。因此，由于投资不足问题的存在，资本市场就会促使公司采取优序融资的顺序，即在公司的融资过程中，管理者偏好内部资金，如果需要外部融资，他们偏好债务融资，最后才会用到权益融资。

Myers 和 Majluf（1984）认为信息不对称是因为企业的控制权和管理权的分离而自然产生的。在不对称信息下，管理者（也称内部人）比市场投资者（也称外部人）更为直接地了解到企业未来现金流量、投资机会和盈利等企业的内部情况。外部人只能根据内部人所传递的信号来重新评价他们的投资决策。企业资本结构、财务决策或股利政策都是内部人传递信号的手段。假设企业为投资新项目必须寻找新的融资方法，先考虑证券发行情况，由于管理层比潜在的投资者更为知道投资项目的实际价值，如果项目的净现值是正的，说明项目具有较好的获利能力，这时，管理者代表老股东的利益，不愿意发行新股，以免把包含有项目好消息的信号传递给投资者，从而把投资收益转让给新的股东。Masulis（1983）认为，如果管理者与投资者在企业的未来前景存在信息不对称，而管理者选择资本结构来最大化股东的财富，则对投资者来说，财务杠杆的改变意味着管理者对未来盈利预期的改变。所

以，引发财务杠杆降低的增发表明管理者预计公司的未来盈利较之前预计的低或更为波动。因此信息不对称理论认为：如果管理者比外部投资者拥有更多的信息，那么公司将很有可能在其价值被高估（如：管理者掌握的信息表明公司将来的现金流将减少）的时候发行股票。所以可以预见的是增发成功之后公司的经营业绩将下降。

Krasker（1986）扩展了 Myers 和 Majluf（1984）的模型。他提出，如果允许企业自行选择新投资项目的规模和融资所需要的股票发行数量，那么，发行数量越大，传递给市场的信号就越糟糕，企业股票价格下跌的幅度也就越大。<sup>①</sup>

Miller 和 Rock（1985）则从另一角度使用信息不对称来解释公司增发后的经营业绩表现。他们认为：内部人比外部投资者拥有更多有关公司将来现金流的信息。一般说来，公司的投资机会有限而且随着收益递减而减少。因为资金的来源（经营现金流入+证券发行收入）等于资金的使用（投资+股利），外部资金融资是一种向市场投资者传递关于企业的内部资金短缺的信号。<sup>②</sup>亦即，股票发行传递的是公司意识到收入将下降的信号。因此，Miller 和 Rock 模型说明，增发之后公司的经营业绩将下降。

## 2、自由现金流假说（Free Cash Flow Hypothesis）

在 1976 年，Jensen 和 Meckling 在《财务经济学期刊》发表了一篇重要的文章，即“企业理论：管理行为、代理成本和所有权结构”。在这篇文章中，Jensen 和 Meckling 为代理成本下的定义是：“代理成本包括为设计、监督和约束利益冲突的代理人之间的一组契约所必须付出的成本，加上执行契约时

<sup>①</sup> Krasker: “不对称信息下股票价格变动对股票发行的反应”，载《财务学期刊》，1986 年，第四十一卷，第一期，第 93—105 页。

<sup>②</sup> Miller 和 Rock: “不对称信息下的股利政策”，载《财务学期刊》，1985 年 9 月，第四十卷，第四期，第 1031 页。

成本超过利益所造成的剩余损失”。<sup>①</sup>Fama 和 Jensen (1983) 在“所有权和控制权分离”一文中加上了“代理成本也包括由于完全强制执行契约的成本超过利益所造成的产出价值损失”。<sup>②</sup>而代理成本理论的另一奠基人 Myers (1977) 提出了另一种的代理成本, 即投资不足代理成本。在某种场合下,<sup>③</sup>Myers 认为: “任何给债权人的约定支付将会导致企业放弃将来净资产大于零的投资项目”。<sup>④</sup>

公司发行新股也存在着代理成本问题。Jensen 和 Meckling 解释说, 发行新股等于是现有所有者以股权来换取新所有者的资金, 新老所有者之间不可避免的会引发利益冲突。所以, 新的所有者为保证他们的利益不受原所有者的损害, 也必须付出监督费用等代理成本。

代理问题产生的根本原因是现代企业的所有权和控制权的分离。现代企业所有权和控制权分离, 管理层实际控制了企业, 股东很难通过内部控制系统对管理层进行有效的控制。同时, 股东和管理者之间的利益不尽一致。股东寻求的是股票价值的最大化, 而管理者是以自身利益的最大化为目的。于是由于二者的利益冲突便导致了所谓的“激励不相容”。

股东与管理者的利益冲突引发的代理问题是现代公司的一个基本问题, 选择适宜、有效的控制机制将能最大程度地化解公司中这两类最为重要的参与者在利益上的冲突, 从而降低代理成本, 提升公司的价值。财务学家们在这个问题上提出许多的见解和看法, Jensen 的自由现金流假说在理论和实践上都有其独到之处。该假说一经提出, 便马上得到相当的关注, 财务学家们纷纷参与 Jensen 独创的理论讨论中来。许多实证文章从不同的角度对“自

<sup>①</sup> 引自 Jensen 和 Meckling: “企业理论: 管理行为、代理成本和所有权结构”, 载《财务经济学刊》, 1976 年, 第三卷, 第四期, 第 81 页。之后这个定义在财务学术界得到广泛的运用。

<sup>②</sup> 转引自沈艺峰:《资本结构理论史》, 经济科学出版社 1999 年版, 第 206 页。

<sup>③</sup> 某种场合是指当债务的到期期限在投资决策之后, 如果投资所获得的资产价值减去投资额的结果小于给风险债务的约定支付额时, 具体分析见沈艺峰:《资本结构理论史》, 经济科学出版社 1999 年版, 第 222 页。

<sup>④</sup> 转引自沈艺峰:《资本结构理论史》, 经济科学出版社 1999 年版, 第 223 页。

由现金流假说”进行了验证，发现自由现金流代理成本确实存在于公司经营的各个方面。自由现金流假说为发现、解决现代公司的代理成本提供了一个全新的角度。

在代理成本理论研究的基础上，Jensen 于 1986 年在《美国经济评论》上发表了题为“自由现金流的代理成本、公司财务与收购”的文章中第一次提出了自由现金流假说。Jensen 将自由现金流量定义为“企业现金中满足以资本成本进行折现后净现值大于零的所有项目所需资金后的那部分现金流量”<sup>①</sup>。自由现金流假说有说服力地解释了以下的一些其它理论无法很好解释的现象：（1）由于增加了企业的自由现金流量，债务转化为普通股将降低企业的效率；（2）债务对股利的代替作用；（3）同行业扩张所取得的效果好于多样化；（4）同行业兼并、收购的效果好于横向兼并、收购；（5）传媒、烟草、电信和石油行业收购的原因相似；（6）接管方和被接管方在接管交易前一般都有非常好的业绩。<sup>②</sup>

自由现金流假说同时也为上市公司实施增发后经营业绩下降提供了另一个主要的理论解释。Jensen（1986）指出，在自由现金流量的使用上，管理者与股东之间存在着严重的利益分歧。管理者宁愿持有过量的自由现金流并将其浪费在低收益的项目上，也不愿意把自由现金流通过增加股利等各种方式还给股东。若投资机会不多，公司甚至将这些自由现金流投资于净现值为负的项目。过量的自由现金流导致代理成本的增加，从而影响公司的经营业绩。一方面，“代理成本将随着管理者可用的自由现金流的数额和管理者滥用自由现金流的倾向的增大而增加。”<sup>③</sup>另一方面，自由现金流往往出现过度投资，而过度投资又会产生代理成本问题。因此，自由现金流假说表明，公司的增发将使得管理者用于低效益投资项目的资源增多，所以上市公司实

<sup>①</sup> 见 Jensen：“自由现金流的代理成本、公司财务与收购”，载《美国经济评论》，1986 年，第 323 页。

<sup>②</sup> 转引自郭永康：“自由现金流量假说实证检验”，厦门大学管理学院 2003 年硕士学位论文，第 2 页。

<sup>③</sup> 见 Hei Wai Lee：“增发财富效应的自由现金流解释”，《美国商业评论》，1998 年 6 月，第 100 页。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库